RESEARCH HIGHLIGHTS

March 2001 Socio-economic Series Issue 79

AN ANALYSIS OF PENSION AND RRSP INVESTMENTS IN CANADIAN RENTAL HOUSING

Introduction

Accumulated savings of Canadians in registered pension plans (RPPs) and registered retirement savings plans (RRSPs) represent a potentially major source of equity investment in rental housing. In 1998, RPPs totalled $644 billion in book value while RRSPs were $241 billion. Together, this stock of accumulated savings comprises approximately one-half of the net financial wealth of Canadian persons and unincorporated businesses. It is also in excess of one-quarter of the value of all commercial and residential real estate (land and structures) in the country, or about one-half of the value of all residential real estate. However, existing statistical evidence suggests that real estate forms a relatively minor component of RPP/RRSP portfolios in Canada and of pension plans and retirement savings plans in the United States.

Research Program

The purpose of this study was to examine patterns of RPP/RRSP equity investment in Canadian rental housing and the factors that affect the inclusion of such investments in RPP/RRSP portfolios. The study uses an integrated methodology that consists of a number of key elements, including:

- a review of the legislative and regulatory environment;
- a synthesis of the theoretical and empirical literature on modern portfolio theory;
- a survey of pension funds and money managers to collect data and to ascertain their current investment practices, perceptions and attitudes;
- a comparative assessment of the Canadian/United States environments and results; and
- a quantitative analysis of rental housing investments by RPPs/RRSPs.

Although the number of respondents to the survey was small relative to the total industry population, the author believes that the results are likely to be generally indicative of the industry practices and views.

Findings

RPPs/RRSPs under-invest in rental housing

The evidence presented in the study strongly supports the contention that RPPs/RRSPs currently under-invest in rental housing equity. Two general categories of evidence bolster this contention.

First, statistical evidence presented in the report indicates that RPPs/RRSPs hold far less real estate equity in their portfolios than the share of national wealth that is comprised of that asset. Real estate accounts for 27% of the value of national assets, but only for about 4% of pension fund assets and less than 1% of money manager assets. Data show that the real estate holdings of pension plans in Canada are comparable in magnitude to holdings by United States funds. Evidence from the survey shows

CMHC SCHL

HOME TO CANADIANS
Canada

that only 6% of pension funds and 3% of money managers hold rental housing equity investments. Moreover, the magnitude of rental housing investments is minuscule: 0.1% of assets in the case of the pension funds and 0.05% in the case of the money managers. The data show that the trend is stagnant. Over the past five years, real estate as a percentage of total pension fund assets has declined by about 0.9 percentage points (i.e., from 5.2% to 4.3%). This breaks down very roughly into a 1.1 percentage point drop for commercial properties and a 0.2 percentage point gain for rental housing properties.

The second category of evidence derives from the responses to the survey undertaken as a component of the study. These responses indicate that managers of pension funds and money management firms have strongly held negative views towards rental housing investments.

This evidence of under-investment does *not* imply that RPPs/RRSPs should under current circumstances hold more rental housing assets. A conclusion that they should under current circumstances hold more rental housing assets would imply that investment managers either don't know their business or are behaving irrationally–both of which are unlikely given the high degree of competition within the financial industry. Rather, the results should be interpreted as indicating that there is potentially substantial scope for increasing investments in rental housing by these organizations, *assuming* that the reasons for the low levels of investment are uncovered and that at least some of these obstacles are removed.

Obstacles to RPP/RRSP investments in rental housing

The study identifies many factors that could be impeding rental housing investments by RPPs/RRSPs.

Low rates of return

Data on returns to real estate investments for Canada, the United States and various other countries indicate that returns have consistently been lower and more volatile than the returns for stocks and, for most of the time, even bonds. Evidence for the United States shows that these low returns also apply in the case of rental housing investments. While there is currently no direct evidence specifically relating to rental housing in the case of Canada, the available indirect evidence suggests that returns may have been low relative to other types of investments.

While only one survey respondent (out of 30) specifically referred to low returns as a significant obstacle to investment in rental housing, a number of general comments were made that expected returns didn't warrant the effort that was required to make such investments. Among the factors identified by the respondents that might have a bearing on this are:

- rent controls;
- zoning restrictions and other regulatory rules;
- competition from public housing; and
- income tax rules that deter the turnover of existing buildings.

Regulatory restrictions

The study identifies a number of regulatory restrictions that could create obstacles to increased RPP/RRSP investment in rental housing. First, about 90% of pension funds in Canada are regulated at the provincial level (the rest are regulated federally) and there continues to be a lack of harmonization of the pension investment rules for provinces east of Ontario. This unnecessarily complicates the pension investment environment for rental housing.

Second, while the federal and provincial pension regulatory authorities have recently adopted the much more flexible "prudent person portfolio" approach to plan management, there still continue to be quantitative and qualitative restrictions on the ability of fund managers to make rental housing investments. The two most important quantitative restrictions in the case of rental housing investments limit a fund's investment in a single parcel of real property to not more than 5% of total assets, and the combined total of real and resource properties to not more than 25% of assets. While data and survey results show that most funds are well below these limits, they could still be preventing investment since even a modest amount of property diversification in portfolios would result in these limits being exceeded for a majority of funds.

In terms of qualitative restrictions, regulatory authorities require that a detailed investment plan be developed by each pension fund that specifies, among other things, the fund's investment strategy, categories of investments, approach to diversification, asset mix and objectives. The investment plan must be consistent with the prudent person portfolio philosophy, yet there are no clear guidelines as to how this would apply in the case of rental

102-00541/

housing investments. This may create reluctance on the part of investment managers to venture into the rental housing area. This is particularly likely since very few funds have experience making such investments. It is also likely given the fact that, prior to the adoption of the prudent person portfolio philosophy, real estate investments were classified as "basket clause" investments and, together with other non-qualifying investments, could not exceed 7% of a fund's total assets. While the basket clause restriction has been removed, it may still create a psychological barrier for investment managers. Once the investment plan is developed, there may be a tendency for it to become institutionalized, which may create permanent barriers to rental housing investments.

The results from the survey confirm the legitimacy of these concerns. A number of respondents indicated that they thought rental housing investments were inconsistent with the prudent person portfolio philosophy, and a number of others referred to internal fund guidelines as preventing such investments.

Income tax restrictions

The impact of the income tax system was also examined in detail. Income tax legislation generally forbids direct investment by RRSPs in rental housing, although RRSPs are able to hold units in real estate investment trusts (REITs). In the case of RPPs, income tax legislation imposes complex conditions on the different arrangements that a fund can utilize to invest in rental housing, such as those through various pooled fund, corporate and partnership arrangements. Also, certain arrangements for structuring rental housing investments have complex interactions with the income tax foreign property rules, which limit foreign investments for an RPP or RRSP to a maximum of 30% of the fund's assets. Some arrangements run the risk of being classified as foreign property and thus either using up valuable foreign property room or exposing the fund to penalty provisions; alternatively, other arrangements may earn extra foreign property room for a fund. In general, while there are a wide variety of options available for pension investments in rental housing, income tax restrictions create many specific obstacles to pension funds that do not exist for other investors.

A number of survey respondents did identify income tax rules for investment vehicles as a significant impediment to investment. It may also be the case that many fund managers are simply unfamiliar with all of the complexities.

Factors relating to portfolio selection

The study assesses the ways in which the theoretical approach to portfolio management followed by fund managers could affect the attractiveness of an asset such as rental housing. Different frameworks focus on different risk-return features of assets and the way in which these characteristics interact with those of other assets in a portfolio setting. The major models in the modern theoretical finance literature that were examined in the study were:

- asset-specific and portfolio mean-variance models;
- the capital asset pricing model (CAPM);
- the asset pricing theory (APT) model;
- the international CAPM; and
- the international APT.

The survey responses indicate that of the 10 funds that responded to the question as to which model or approach they use:

- 50% do not use a specific formal model,
- 20% use a portfolio mean-variance approach,
- 10% use an asset-specific mean-variance approach,
- 10% use a synthetic derivative based approach, and
- 10% rely on fundamental analysis applied to each asset.

These responses are significant since they indicate that virtually none of the funds, in a formal sense, make use of information relating to the specific risk profiles of individual assets that derive from modern portfolio theory. This could have significant negative implications for the demand for rental housing equity investments because real estate is frequently promoted by analysts and academics on the basis of their beta-risk profile characteristics (particularly their inflation-hedging attributes and their low correlations with the stock market). The effects on asset demand can be dramatic. Research indicates that pension funds in the Netherlands typically allocate about 15% of their portfolios to real estate equity, roughly four times the historical level for Canadian and United States funds, primarily because Dutch managers focus more on the inflation-hedging attributes of real estate.

Analysis in the report shows that the use of derivatives is proliferating among pension fund and money managers and that this might also be having a negative effect on the demand for rental housing equity investments. Derivatives can be used to construct designer portfolios of virtually unending risk/return characteristics, and might be used for portfolio diversification purposes at the expense of assets like rental housing.

Negative attitudes of investment managers

The survey responses indicate that the following factors are the primary sources of negative attitudes towards rental housing investments on the part of pension fund and money managers:

- Internal Fund Management Considerations (46% of negative responses), including, "general management attitudes," "lack of relevant investment expertise," "fund investment objectives and guidelines," and "prudent person investment considerations;"
- Characteristics of Rental Housing Investments (36%), including, "illiquidity of rental housing investments," "high management overhead," and "unavailability of suitable investment instruments," "high transaction costs for acquisitions/dispositions," "inability to value investment holdings precisely," "insufficient suitable investment opportunities," "competition from government subsidized housing," "high maintenance," "low return," "lack of interest," and "no market;"
- Legislative and Regulatory Restrictions (18%), including, "rent controls," "other landlord-tenant legislation or regulations," "federal *Pension Benefits Standards Act* or equivalent provincial legislation," "federal or provincial RPP/RRSP regulations," "other income tax rules on eligible investments," and "zoning regulations and rules."

Managers also expressed concerns about the negative "optics" potentially associated with such "social" investments, including landlord tenant disputes and tenant evictions. The views expressed indicate that in the typical case, rental housing investments are outside the sphere of investment choices made or considered by funds.

Suggestions to improve the investment environment

The study makes a number of suggestions that might encourage rental housing equity investments by RPP/RRSP funds. The study cautions that, while these could improve the investment environment, there is still insufficient knowledge about the relative importance of the different obstacles to predict what the result would be in terms of increased investment, the availability of equity financing for rental housing, or the level of rents. The major suggestions are to:

- determine whether low rates of return to real estate also extend to rental housing and, if so, take steps to identify and eliminate the contributing factors
- make improvements to the regulatory environment, such as:
  - completely harmonize the federal-provincial pension investment rules
  - relax the quantitative pension investment limits under federal and provincial regulations
  - develop clear qualitative regulatory guidelines on prudent investment in rental housing
- amend restrictions under the *Income Tax Act* to:
  - permit RRSPs to hold direct passive rental housing investments and interests in real estate investment corporations (REICs), and new partnership and pooled trust vehicles
  - develop new partnership vehicles for RPP rental housing investments that:
    - are exclusively for domestic rental housing investments
    - are not treated as foreign property
    - permit greater participation in management by limited partners
  - clarify acceptable joint venture arrangements for RPPs in rental housing
  - permit REICs to hold idle land and to participate in developing properties

- develop new pooled trust investment vehicles for RPP rental housing investments that are
    - non-taxable
    - able to accumulate earnings
    - open-ended
    - exclusively for domestic investments, and
    - exempt from foreign property rules
- improve REITs as a vehicle for investment in rental housing by:
    - improving liability protection for investors
    - permitting REITs to function as fully integrated companies able to finance, develop and manage rental housing properties
    - allowing tax-deferred property transfers into REITs, as is currently possible under United States rules

- encourage the rental housing industry to promote to RPP/RRSP investment managers the desirable risk-profile attributes of rental housing that derive from modern portfolio theory
- improve access to specialized investment and property management expertise for RPP/RRSP funds to better enable them to identify, make and manage rental housing investments.

This project was carried out with the assistance of a grant from Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC) under the terms of the External Research Program (ERP). The views expressed are those of the author and do not represent the official views of CMHC.

Project Manager: Ian Melzer

Research Author: Alex S. MacNevin

Housing Research at CMHC

Under Part IX of the *National Housing Act*, the Government of Canada provides funds to CMHC to conduct research into the social, economic and technical aspects of housing and related fields, and to undertake the publishing and distribution of the results of this research.

This fact sheet is one of a series intended to inform you of the nature and scope of CMHC's research.

The **Research Highlights** fact sheet is one of a wide variety of housing-related publications produced by CMHC.

For a complete list of **Research Highlights**, or for more information on CMHC housing research and information, please contact:

The Canadian Housing Information Centre
Canada Mortgage and Housing Corporation
700 Montreal Road
Ottawa, ON K1A 0P7

Telephone: 1 800 668-2642
FAX: 1 800 245-9274

OUR WEB SITE ADDRESS: www.cmhc-schl.gc.ca

Although this information product reflects housing experts' current knowledge, it is provided for general information purposes only. Any reliance or action taken based on the information, materials and techniques described are the responsibility of the user. Readers are advised to consult appropriate professional resources to determine what is safe and suitable in their particular case. CMHC assumes no responsibility for any consequence arising from use of the information, materials and techniques described.

60975

LE POINT EN RECHERCHE

Mars 2001 série socio-économique numéro 79

UNE ANALYSE DES PLACEMENTS DES CAISSES DE RETRAITE ET DES REER DANS LE LOGEMENT LOCATIF CANADIEN

Introduction

Les économies accumulées par les Canadiens dans les régimes de retraite agréés (RRA) et les régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER) représentent une importante source possible de placements dans le logement locatif. En 1998, la valeur comptable des RRA totalisait 644 milliards de dollars, alors que celle des REER s'établissait à 241 milliards de dollars. Ensemble, ces économies accumulées représentent environ la moitié de l'avoir net des personnes et entreprises non constituées du Canada. Elles représentent aussi plus du quart de la valeur de tous les biens immobiliers commerciaux et résidentiels (terrains et immeubles) du pays, ou environ la moitié de la valeur de tous les biens immobiliers résidentiels. Toutefois, les preuves statistiques actuelles donnent à penser que l'immobilier constitue une composante relativement mineure des portefeuilles des RRA et des REER au Canada et des régimes de retraite et d'épargne-retraite aux États-Unis.

Programme de recherche

Cette étude avait pour but d'examiner les tendances des placements des RRA et REER dans le logement locatif canadien et les facteurs qui influent sur l'inclusion de tels placements dans les portefeuilles de ces régimes. L'étude utilise une méthodologie intégrée qui comprend un certain nombre d'éléments clés, dont les suivants :

- un examen du cadre législatif et réglementaire;
- une synthèse des documents théoriques et empiriques sur la théorie moderne du portefeuille;
- une enquête auprès des caisses de retraite et gestionnaires de placements pour recueillir des données et déterminer leurs pratiques, perceptions et attitudes actuelles en matière de placement;
- une évaluation comparative des contextes et des résultats canadiens et américains; et
- une analyse quantitative des placements faits par les RRA et les REER dans le logement locatif.

Bien que le nombre de répondants à l'enquête ait été relativement petit par rapport au nombre total d'intervenants de l'industrie, l'auteur croit que les résultats constituent probablement une bonne approximation des pratiques et avis dans le secteur.

Constatations

Les RRA et REER n'investissent pas suffisamment dans le logement locatif

Les preuves présentées dans l'étude semblent confirmer ce que l'on soupçonait, c'est-à-dire que les RRA et REER sous-investissent actuellement dans le logement locatif. Deux catégories générales de preuves soutiennent cette théorie.

Premièrement, les preuves statistiques présentées dans le rapport indiquent que les RRA et REER détiennent beaucoup moins d'avoirs immobiliers dans leurs portefeuilles que la part de l'avoir national qui est composé de cet actif. L'immobilier représente 27 % de la valeur de l'actif national, mais seulement environ 4 % de l'actif des caisses de retraite et moins de 1 % de l'actif des gestionnaires de placements. Les données révèlent que la proportion des biens immobiliers détenus par les régimes de retraite au Canada est comparable à celle des

SCHL CMHC

AU COEUR DE L'HABITATION
Canada

avoirs immobiliers des caisses américaines. En plus, les résultats de l'enquête montrent que seulement 6 % des caisses de retraite et 3 % des gestionnaires en placements ont des avoirs immobiliers résidentiels locatifs. En plus, l'importance des placements dans le logement locatif est infime : 0,1 % de l'actif dans le cas des caisses de retraite et 0,05 % dans le cas des gestionnaires de placements. Les données montrent en plus que la tendance stagne. Pendant les cinq dernières années, les avoirs immobiliers en tant que pourcentage du total de l'actif des caisses de retraite ont diminué de 0,9 point (tombant de 5,2 % à 4,3 %). Cela représente très approximativement une baisse de 1,1 point des biens immobiliers commerciaux et une hausse de 0,2 point des propriétés résidentielles locatives.

La deuxième catégorie de preuves nous vient des réponses à l'enquête entreprise dans le cadre de l'étude. Les réponses obtenues indiquent que les gestionnaires de caisses de retraite et les entreprises de gestion de placements ont des perceptions très négatives des placements dans le logement locatif.

Ces preuves de sous-investissement *ne donnent pas* à entendre que les RRA et REER devraient, dans les circonstances actuelles, détenir plus de biens immobiliers résidentiels locatifs. Une telle conclusion donnerait à entendre que les gestionnaires de placements ou de portefeuille sont incompétents ou agissent de façon irrationnelle, deux théories improbables étant donné le degré élevé de concurrence dans le secteur financier. Il faut plutôt voir dans les résultats une indication que ces organisations pourraient accroître considérablement leurs placements dans le logement locatif, *en supposant* que les raisons des bas niveaux des placements soient découvertes et qu'au moins une partie des obstacles soit supprimée.

Obstacles aux placements des RRA et REER dans le logement locatif

L'étude relève de nombreux facteurs qui pourraient empêcher les RRA et REER d'investir dans le logement locatif.

Bas taux de rendement

Les données sur le rendement des placements immobiliers au Canada, aux États-Unis et dans divers autres pays indiquent que ces rendements ont toujours été plus bas et plus volatils que ceux des actions et, la plupart du temps, que même ceux des obligations. Les données pour les États-Unis montrent que les rendements des placements dans le logement locatif sont également bas. Bien qu'il n'y ait actuellement aucune preuve directe liée de façon précise au logement locatif au Canada, les preuves indirectes disponibles donnent à entendre que les rendements pourraient avoir été bas par rapport à ceux d'autres types de placements.

Bien qu'un seul répondant à l'enquête (sur 30) ait mentionné de façon précise les bas rendements comme un obstacle considérable aux placements dans le logement locatif, plusieurs ont observé de façon générale que le rendement prévu ne justifiait pas l'effort nécessaire pour faire de tels placements. Les répondants ont mentionné plusieurs facteurs qui pourraient avoir un rapport avec cet état de fait, dont les suivants :

- la réglementation des loyers;
- les restrictions du zonage et d'autres règlements;
- la concurrence du logement public; et
- les règles de l'impôt sur le revenu qui découragent le changement de propriété des immeubles existants.

Restrictions réglementaires

L'étude cerne plusieurs restrictions réglementaires qui pourraient faire obstacle à l'investissement accru des RRA et REER dans le logement locatif. Premièrement, environ 90 % des caisses de retraite au Canada sont réglementées par les provinces (les autres sont réglementées par le gouvernement fédéral) et les règles régissant les placements des caisses de retraite ne sont toujours pas harmonisées entre les provinces à l'est de l'Ontario. Cela complique inutilement le contexte de l'investissement dans le logement locatif pour les caisses de retraite.

Deuxièmement, bien que les organismes fédéraux et provinciaux chargés de la réglementation des régimes de retraite aient récemment adopté une approche de « gestion prudente de portefeuille » pour la gestion des régimes de retraite, il existe encore des restrictions quantitatives et qualitatives des placements dans le logement locatif que peuvent faire les gestionnaires des caisses de retraite. Les deux restrictions quantitatives les plus importantes des placements de ce genre sont celles qui limitent le placement d'une caisse dans une seule propriété immobilière à un maximum de 5 % de l'actif total, et le total combiné des propriétés immobilières et minières à un maximum de 25 % de l'actif. Bien que les données et les résultats de l'enquête indiquent que la plupart des caisses sont bien en deçà de ces limites, ces restrictions pourraient néanmoins empêcher les placements puisque même une modeste diversification des propriétés dans les portefeuilles entraînerait le dépassement de ces limites pour un très grand nombre de caisses.

En ce qui a trait aux restrictions qualitatives, les organismes chargés de la réglementation exigent que chaque caisse de retraite élabore un plan d'investissement détaillé qui précise, entre autres, la stratégie de placement de la caisse, les catégories de placements, son approche de la diversification, la composition de l'actif et ses objectifs. Le plan d'investissement doit être compatible avec la philosophie de la gestion prudente de portefeuille, et pourtant, il n'y a pas de directive claire sur la façon dont ce principe s'appliquerait dans le cas des placements dans le logement locatif. Cela pourrait amener les gestionnaires de placements à hésiter à s'aventurer dans le secteur du logement locatif. Cela est encore plus probable du fait que très peu de caisses ont de l'expérience des placements de ce genre. Cela est également probable compte tenu du fait qu'avant l'adoption de la philosophie de la gestion prudente de portefeuille, les placements immobiliers classés dans la catégorie des placements effectués en vertu de clauses omnibus, combinés à d'autres placements n'entrant dans aucune autre catégorie, ne pouvaient pas dépasser 7 % de l'actif total d'une caisse. Bien que la restriction relative aux clauses omnibus ait été supprimée, elle pourrait demeurer un obstacle psychologique pour les gestionnaires de placements. Une fois que le plan d'investissement a été élaboré, il pourrait avoir tendance à devenir « institutionnalisé », ce qui peut créer des obstacles permanents aux placements dans les logements locatifs.

Les résultats de l'enquête confirment le bien-fondé de ces préoccupations. Plusieurs répondants ont indiqué qu'ils croyaient que les placements dans le logement locatif étaient incompatibles avec la philosophie de la gestion prudente de portefeuille, et plusieurs autres ont mentionné les directives internes de la caisse qui empêchaient les placements de ce genre.

Restrictions relatives à l'impôt sur le revenu

L'auteur a aussi examiné de façon détaillée l'impact du régime fiscal. Généralement, la législation de l'impôt sur le revenu interdit aux REER d'investir directement dans le logement locatif, bien qu'ils puissent détenir des logements de sociétés de placement immobilier (SPI). Dans le cas des RRA, la législation fiscale impose des conditions complexes aux différents instruments qu'une caisse peut utiliser pour investir dans le logement locatif, comme divers types de mécanismes de gestion commune, de sociétés et de partenariats. En plus, certains mécanismes utilisés pour structurer les placements dans le logement locatif ont des interactions complexes avec les règles de l'impôt sur le revenu régissant les biens étrangers, qui limitent les placements étrangers que peut faire un RRA ou un REER à un maximum de 30 % de l'actif de la caisse. Certains mécanismes risquent d'être classés comme des formes de biens étrangers et, par conséquent, de restreindre la précieuse marge de manœuvre offerte par les biens étrangers ou exposer la caisse à des pénalités. Par contre, d'autres arrangements peuvent donner une plus grande marge de manœuvre à une caisse en ce qui concerne les biens étrangers. En général, bien que les caisses de retraite aient un large éventail d'options pour les placements dans le logement locatif, les restrictions de l'impôt sur le revenu créent, pour les caisses de retraite, de nombreux obstacles particuliers qui n'existent pas pour d'autres investisseurs.

Plusieurs répondants à l'enquête ont indiqué que les règlements de l'impôt sur le revenu relatifs aux instruments de placement étaient un obstacle considérable à l'investissement. Il est aussi possible que beaucoup de gestionnaires de caisses de retraite ne connaissent tout simplement pas toutes les complexités de ces règles.

Facteurs liés au choix des composants d'un portefeuille

Dans le cadre de l'étude, l'auteur évalue la manière dont l'approche théorique de la gestion de portefeuille adoptée par les gestionnaires de caisses pourrait influer sur l'attrait d'un élément d'actif comme le logement locatif. Différents cadres insistent sur différentes caractéristiques du rapport risque-avantage des éléments d'actif et sur la façon dont ces caractéristiques interagissent avec celles d'autres éléments d'actif dans un portefeuille. Les principaux modèles de la documentation théorique moderne dans le domaine des finance qui ont été examinés dans le cadre de l'étude sont :

- les modèles portant sur des actifs particuliers et le modèle de variance moyenne du portefeuille;
- le modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉDAF);
- le modèle de la théorie de la détermination des prix des actifs;
- le MÉDAF international; et
- le modèle international de détermination des prix des actifs.

Les réponses obtenues pendant l'enquête indiquent que parmi les dix caisses qui ont répondu à la question sur le modèle ou l'approche qu'elles utilisent :

- 50 % n'utilisent pas un modèle structuré particulier;
- 20 % utilisent une approche fondée sur la variance moyenne du portefeuille;
- 10 % utilisent une approche fondée sur la variance moyenne et les actifs particuliers;
- 10 % utilisent une approche fondée sur les produits dérivés synthétiques, et
- 10 % dépendent d'une analyse fondamentale appliquée à chaque actif.

Ces réponses sont importantes puisqu'elles indiquent que presque aucune des caisses n'utilise officiellement de l'information liée aux profils de risque particuliers d'actifs individuels qui découlent de la théorie moderne de la gestion de portefeuille. Cela pourrait avoir des répercussions négatives considérables sur la demande de placements dans le logement locatif, parce que les analystes et théoriciens font souvent la promotion des biens immobiliers en raison de leurs caractéristiques de risque bêta (notamment en ce qui concerne leurs caractéristiques de couverture du risque d'inflation et leurs faibles corrélations avec le marché des actions). Les effets sur la demande d'actifs peuvent être très importants. La recherche indique que les caisses de retraite dans les Pays-Bas affectent typiquement environ 15 % de leurs portefeuilles aux actifs immobiliers, soit environ quatre fois plus que le niveau historique pour les caisses canadiennes et américaines, principalement parce que les gestionnaires néerlandais insistent davantage sur les caractéristiques de couverture du risque d'inflation des propriétés immobilières.

L'analyse présentée dans le rapport montre que l'utilisation d'instruments dérivés prolifère parmi les gestionnaires de caisses de retraite et de placements, et que cela pourrait aussi avoir un effet négatif sur la demande de placements dans le logement locatif. Les produits dérivés peuvent être utilisés pour bâtir des portefeuilles « sur mesure » comprenant un nombre quasi infini de caractéristiques de risque et de rendement, et ils pourraient être utilisés aux fins de la diversification du portefeuille aux dépens d'actifs comme le logement locatif.

Attitudes négatives des gestionnaires de placements

Les réponses obtenues pendant l'enquête indiquent que les facteurs suivants sont les principales sources d'attitudes négatives à l'égard des placements dans le logement locatif parmi les gestionnaires de placements et de caisses de retraite :

- Considérations internes relatives à la gestion de la caisse (46 % des réponses négatives), y compris les « attitudes générales de la direction », le « manque de compétences pertinentes en placement », les « objectifs et directives de placement de la caisse » et les « considérations en matière de gestion prudente »;
- Caractéristiques des placements dans le logement locatif (36 %), y compris le « manque de liquidité des placements dans le logement locatif », les « frais généraux élevés de gestion » et le « manque d'instruments de placement convenables », les « frais de transaction élevés pour les acquisitions et aliénations », l'« incapacité d'établir avec précision la valeur des avoirs détenus», le « manque d'occasions de placement appropriées », la « concurrence du logement subventionné par les gouvernements », les « coûts d'entretien élevés », les « bas taux de rendement », le « manque d'intérêt » et l'« absence de marché »;
- Restrictions législatives et réglementaires (18 %), y compris la « réglementation des loyers », les « autres lois ou règlements sur les rapports entre propriétaires-bailleurs et locataires », la « *Loi sur les normes de prestation de pension* fédérale ou la législation provinciale équivalente », les « règlements fédéraux ou provinciaux régissant les RRA/REER », les « autres règles fiscales touchant les placements admissibles » et les « règlements et règles de zonage ».

Les gestionnaires se sont également dit préoccupés des aspects négatifs possibles liés à de tels placements « sociaux », y compris les conflits entre propriétaires-bailleurs et locataires et l'expulsion des locataires. Les avis exprimés montrent que, de façon typique, les placements dans le logement locatif ne font pas normalement partie des choix de placements faits ou envisagés par les caisses.

Suggestions pour améliorer le contexte de l'investissement

L'auteur de l'étude fait plusieurs suggestions qui pourraient encourager les placements dans le logement locatif par les RRA et REER. Toutefois, il fait la mise en garde suivante : bien que ces mesures puissent améliorer le contexte de l'investissement, les connaissances concernant l'importance relative des divers obstacles sont insuffisantes pour prédire quel en serait le résultat au niveau de l'accroissement des placements, de la disponibilité de fonds pour le logement locatif ou du niveau des loyers. Voici les principales suggestions :

- déterminer si les taux de rendement des logements locatifs sont bas, comme le sont ceux des propriétés immobilières et, dans l'affirmative, prendre les mesures nécessaires pour cerner et éliminer les facteurs contributifs
- améliorer le cadre réglementaire. Par exemple :
  - harmoniser complètement les règles fédérales et provinciales sur les placements des régimes de retraite
  - assouplir les limites quantitatives imposées par les règlements fédéraux et provinciaux aux placements des régimes de retraite
  - établir des directives réglementaires qualitatives claires sur les placements prudents dans le logement locatif
- modifier les restrictions en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu* de manière à :
  - permettre aux REER de détenir des placements passifs directs dans le logement locatif et des intérêts dans les sociétés de placement immobilier et de nouveaux mécanismes de partenariat et de fiducies en commun
  - mettre au point de nouveaux instruments de partenariat pour les placements des RRA dans le logement locatif qui :
    - soient destinés exclusivement aux placements dans le logement locatif canadien
    - ne soient pas traités comme des biens étrangers
    - permettent une participation accrue à la gestion par les associés commanditaires
  - clarifier les coentreprises acceptables pour les RRA dans le logement locatif
  - permettre aux SPI de détenir des terres en friche et de participer à l'aménagement immobilier
  - mettre au point de nouveaux instruments de placement dans des fiducies en commun pour les placements de RRA dans le logement locatif, qui soient
    - non imposables
    - autorisés à accumuler des gains
    - ouverts
    - destinés exclusivement aux placements canadiens et
    - exemptés des règles sur les biens étrangers
  - améliorer les SPI en tant qu'instrument de placement dans le logement locatif par les moyens suivants :
    - améliorer la protection des investisseurs en matière de responsabilité
    - permettre aux SPI de fonctionner comme des compagnies entièrement intégrées, capables de financer, d'aménager et de gérer des propriétés résidentielles locatives
    - permettre des transferts de propriété dans les SPI à imposition reportée, comme l'autorisent actuellement les règles américaines
- encourager le secteur du logement locatif à promouvoir, auprès des gestionnaires de placements des RRA et REER, les caractéristiques souhaitables du profil de risque des logements locatifs selon la théorie moderne du portefeuille
- améliorer l'accès des RRA et des REER à des compétences spécialisées en gestion des placements et des propriétés immobilières, afin de leur permettre de mieux repérer, faire et gérer des placements dans le logement locatif.

Le projet a été réalisé grâce à une contribution financière de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) dans le cadre du Programme de subventions de recherche, mais les idées exprimées sont celles de l'auteur et ne représentent pas le point de vue officiel de la SCHL.

Directeur de projet : Ian Melzer

Auteur de la recherche : Alex S. MacNevin

Recherche sur le logement à la SCHL

Aux termes de la partie IX de la *Loi nationale sur l'habitation*, le gouvernement du Canada verse des fonds à la SCHL afin de lui permettre de faire de la recherche sur les aspects socio-économiques et techniques du logement et des domaines connexes, et d'en publier et d'en diffuser les résultats.

Le présent feuillet documentaire fait partie d'une série visant à vous informer sur la nature et la portée du programme de recherche de la SCHL.

Les feuillets documentaires de la série **Le point en recherche** comptent parmi les diverses publications sur le logement produites par la SCHL.

Pour recevoir la liste complète de la série **Le point en recherche**, ou pour obtenir des renseignements sur la recherche et l'information sur le logement de la SCHL, veuillez vous adresser au :

Centre canadien de documentation sur l'habitation
Société canadienne d'hypothèques et de logement
700, chemin de Montréal
Ottawa (Ontario) K1A 0P7

Téléphone : 1 800 668-2642
Télécopieur : 1 800 245-9274

NOTRE ADRESSE SUR LE WEB : www.cmhc-schl.gc.ca

Bien que ce produit d'information se fonde sur les connaissances actuelles des experts en habitation, il n'a pour but que d'offrir des renseignements d'ordre général. Les lecteurs assument la responsabilité des mesures ou décisions prises sur la foi des renseignements contenus dans le présent ouvrage. Il revient aux lecteurs de consulter les ressources documentaires pertinentes et les spécialistes du domaine concerné afin de déterminer si, dans leur cas, les renseignements, les matériaux et les techniques sont sécuritaires et conviennent à leurs besoins. La SCHL se dégage de toute responsabilité relativement aux conséquences résultant de l'utilisation des renseignements, des matériaux et des techniques contenus dans le présent ouvrage.

61170